

潮宏基

002345

审慎增持 (维持)

谷底布局好时机，加盟渠道拓展注活力

2019年7月21日

市场数据

市场数据日期	2019-07-18
收盘价(元)	4.20
总股本(百万股)	905.41
流通股本(百万股)	878.70
总市值(百万元)	3802.73
流通市值(百万元)	3690.54
净资产(百万元)	3391.97
总资产(百万元)	5774.9
每股净资产	3.75

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3248	3592	4070	4783
同比增长(%)	5.2%	10.6%	13.3%	17.5%
净利润(百万元)	71	268	317	383
同比增长(%)	-75.0%	277.6%	18.2%	20.8%
毛利率(%)	39.3%	37.4%	37.3%	37.2%
净利率(%)	2.2%	7.5%	7.8%	8.0%
净资产收益率(%)	2.1%	7.3%	8.0%	8.9%
每股收益(元)	0.08	0.30	0.35	0.42
每股经营现金流(元)	0.36	2.24	0.62	0.74

相关报告

《潮宏基 2017Q3 点评：奢侈品消费回升延续，渠道管理收获成效》2017-10-31

《潮宏基 2017H 点评：轻奢消费回暖，时尚珠宝、女包增速良好》2017-08-19

《潮宏基点评：时尚珠宝增长稳健，时尚产业布局具规模》2017-05-06

分析师：

刘嘉仁

liujr@xyzq.com.cn

S0190518080001

李跃博

liybo@xyzq.com.cn

S0190512070003

团队成员：

投资要点

- **公司暂处谷底阶段，业绩腾飞指日可待。**2018年潮宏基营业收入约为32.48亿元，近五年营收复合增速约为9.39%，低于行业平均的12.09%。净资产收益率约为2.15%，远低于老凤祥的21.18%、周大生的20.31%和周大福的12.01%。目前公司业绩稍显逊色，但是在黄金珠宝行业逐步复苏的大背景下，公司加盟渠道的扩张下沉的发展策略将有望助力公司反败为胜。
- **净利率、资产周转较弱，受益于加盟渠道拓展有望改善。**拆分ROE后我们发现净利率骤降是导致低ROE的主要原因。潮宏基2018年的净利率仅为2.21%，相比于老凤祥、周大生、周大福低了约19.03ppts、18.16ppts和9.86ppts。加盟渠道的拓展将通过降低管理费用率推动净利率上升。另外，公司的资产周转速度较慢，而加盟店占比的上升有望提速存货确认收入。
- **珠宝行业由黄金价格长期支撑，短期汇率反弹促规模增长。从长期来看，**降息预期及全球央行增持支撑黄金价格上涨，此时恰为布局珠宝行业的好时机。**从短期来看，**汇率提升促使国内消费者转向国内渠道，金银珠宝零售额同比增速提升。根据人民币贬值趋势我们进行了合理判断，成功预测2019年4月零售额增速由负转正，该增长趋势可能将持续至2019年10月-2020年2月。
- **比照周大生，代理渠道拓展将成为公司核心增长力。**周大生始终致力于不断拓展加盟店渠道，促使公司总营收高速增长，2018年增速为27.97%。同时，净利率受益于加盟店拓展，维持增长态势。而潮宏基近年来着力于在保持自营店数量较为稳定的前提下不断扩展加盟渠道，去年加盟店新增将近124家，约为新增自营店的两倍。2018年年报中公司明确提出“加速代理业务扩张，推进渠道下沉，拓展渠道规模”，这将为公司带来直接营收增长，提升净利率，带动ROE上行。
- **根据渠道拆分，我们假设：**1) 自营渠道未来三年的自营店数为570/565/565家，营收为28.13/30.95/35.59亿元，对应增速为7.50%/10.00%/15.00%；2) 加盟渠道未来三年新增加盟店数为150/200/250家，营收为7.21/9.12/11.51亿元，对应增速为24.82%/26.51%/26.20%；3) 批发渠道未来三年营收为1175.15/1292.67/1486.57万元，对应增速为7.50%/10.00%/15.00%；4) 其他业务未来三年营收为4537.85/4991.64/5740.39万元，对应增速为7.50%/10.00%/15.00%。因此，公司未来三年的总营业收入约为35.92/40.70/47.83亿元，对应增速为10.58%/13.32%/17.51%。
- **投资建议：**谷底布局潮宏基，加盟渠道拓展带来直接增长。短期公司将受益于加盟渠道扩展加速带来的高速增长；长期潮宏基将受益于珠宝行业复苏。预计2019-2021年EPS为0.30/0.35/0.42元，以2019年7月18日收盘价推算PE分别为14/12/10倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：门店渠道拓展情况不及预期；黄金价格上涨不及预期；金银珠宝零售额增长速度不及预期。

目 录

1、财务分析：尚处低谷，加盟渠道拓展注活力.....	- 4 -
1.1、ROE 拆分：净利率、资产周转较弱，未来有望改善.....	- 4 -
1.2、2018 年营收增速放缓，时尚珠宝首饰占比提升助力毛利率.....	- 7 -
1.3、加盟将助力存货周转速度提升，现金流状况有望改善.....	- 9 -
2、行业分析：黄金价格长期支撑，短期汇率反弹促增长.....	- 10 -
2.1、现状：规模持续增长，消费水平上升空间充足.....	- 10 -
2.2、长期投资逻辑：降息增持助推黄金价格上涨，此刻恰逢布局点.....	- 11 -
2.3、短期投资逻辑：金银珠宝社零增速滞后汇率，四五月反弹已验证.....	- 13 -
3、公司策略：比照周大生，代理渠道拓展将成核心增长力.....	- 14 -
3.1、周大生：加盟店扩展迅速，公司财务改善.....	- 14 -
3.2、渠道建设：线下加盟猛增，直接助推公司增长.....	- 16 -
4、公司概况：K 金领潮者，布局“她经济”.....	- 20 -
4.1、珠宝首饰搭配时尚女包，三大品牌共同发力.....	- 20 -
4.2、公司股权结构.....	- 21 -
4.3、品牌建设：K 金领潮者，传承创新捍卫竞争力.....	- 22 -
4.4、布局“她经济”，构建品牌协同生态圈.....	- 23 -
5、盈利预测与估值.....	- 24 -

图 1、潮宏基营收复合增速低于行业平均.....	- 4 -
图 2、潮宏基净资产收益率落后于可比公司（%）.....	- 4 -
图 3、潮宏基净利率骤降带动 ROE 下行.....	- 5 -
图 4、加盟渠道拓展促使潮宏基管理费用率降低.....	- 5 -
图 5、潮宏基管理费用中职工薪酬、场地使用费受益于加盟店拓展降低.....	- 6 -
图 6、潮宏基资产周转率低于行业其他可比公司.....	- 6 -
图 7、2018 年金银珠宝零售额同比均为负值，行业整体呈低迷状态.....	- 7 -
图 8、潮宏基时尚珠宝首饰类产品营业收入持续增长.....	- 8 -
图 9、2018 年潮宏基时尚珠宝首饰营收占比最高.....	- 8 -
图 10、时尚珠宝首饰占比增加推动潮宏基毛利率上升.....	- 8 -
图 11、2018 年潮宏基时尚珠宝首饰毛利率较高.....	- 8 -
图 12、潮宏基自营及加盟渠道营业收入增长.....	- 9 -
图 13、2018 年潮宏基自营渠道营收占比最高.....	- 9 -
图 14、潮宏基存货周转天数降低.....	- 9 -
图 15、潮宏基应收账款周转天数上升需改善.....	- 9 -
图 16、潮宏基经营活动产生的现金流量净额稳定.....	- 10 -
图 17、潮宏基货币资金状况稳定.....	- 10 -
图 18、潮宏基流动比率和速动比率下降.....	- 10 -
图 19、潮宏基近五年资产负债率平均为 40.17%.....	- 10 -
图 20、中国珠宝首饰市场规模增长，增速回升.....	- 11 -
图 21、中国居民人均消费逐年增长.....	- 11 -
图 22、2018 年中国人均珠宝消费额远低于美国.....	- 11 -
图 23、2017 年中国珠宝首饰消费结构中黄金首饰最热.....	- 11 -
图 24、美联储未来利率下降的可能性更大.....	- 12 -
图 25、今年密歇根消费者信心指数下滑.....	- 12 -
图 26、全球央行增持支撑黄金价格上涨.....	- 12 -
图 27、中国央行持续增持黄金（吨）.....	- 12 -

图 28、全球黄金净买入量具有明显的季节性特征.....	- 13 -
图 29、金银珠宝消费增速滞后汇率 11-15M.....	- 14 -
图 30、金银珠宝消费增速滞后汇率 11-15M（已平移）.....	- 14 -
图 31、周大生加盟店始终保持高增长态势.....	- 15 -
图 32、周大生加盟店占比逐年攀升.....	- 15 -
图 33、周大生依靠加盟店维持营收高同比增速（%）.....	- 15 -
图 34、周大生净利率与加盟店占比（%）同步上行.....	- 15 -
图 35、周大生加盟店支撑净资产收益率（%）.....	- 16 -
图 36、周大生加盟店支撑净利率（%）.....	- 16 -
图 37、潮宏基线上营收占比较低但逐年增长，线下营收始终超过 80%.....	- 17 -
图 38、线下渠道中加盟营收迅速增长.....	- 18 -
图 39、2018 年线下渠道营收占比中自营占 78.16%.....	- 18 -
图 40、潮宏基门店数逐年增长，近两年加盟店增长惊人.....	- 19 -
图 41、CHJ 潮宏基品牌 LOGO.....	- 20 -
图 42、CHJ 潮宏基饰品.....	- 20 -
图 43、VENTI 梵迪品牌 LOGO.....	- 21 -
图 44、VENTI 梵迪饰品.....	- 21 -
图 45、FION 菲安妮品牌 LOGO.....	- 21 -
图 46、FION 菲安妮女包.....	- 21 -
图 47、潮宏基公司股权结构图.....	- 22 -
图 48、潮宏基布局“她经济”，搭建品牌协同生态圈.....	- 24 -
表 1、潮宏基及可比公司 ROE 拆解（2018 年）.....	- 5 -
表 2、潮宏基 2019 年上半年直营门店数量基本保持稳定.....	- 19 -
表 3、潮宏基门店多集中在华东地区，其他地区布局空间巨大.....	- 19 -
表 4、潮宏基始终坚持产品创新，不断推出各类新品.....	- 22 -
表 5、公司盈利预测假设.....	- 25 -
表 6、公司盈利预测结果.....	- 25 -
附表.....	- 26 -

报告正文

潮宏基近五年营收复合增速低于行业平均。尽管潮宏基营业收入近年来均表现出稳定增长的态势，但其增速落后于行业平均水平。2018年潮宏基的营业收入约为32.48亿元，较去年增长5.24%。其近五年的营收复合增速约为9.39%，低于行业平均的12.09%。

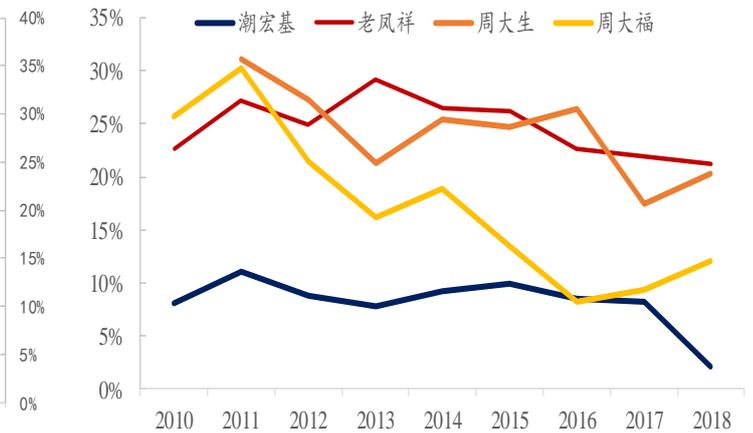
从净资产收益率来看，潮宏基同样落后于同行业的其他可比公司。2018年潮宏基净资产收益率约为2.15%，远远低于老凤祥的21.18%、周大生的20.31%和周大福的12.01%。倘若暂时除去2018年，潮宏基近五年来的净资产收益率也仅保持在9%左右。同期老凤祥、周大生和周大福的平均净资产收益率分别为23.69%、22.91%、12.40%。因此，潮宏基净资产收益率水平较可比公司差距较大。

图 1、潮宏基营收复合增速低于行业平均



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、潮宏基净资产收益率落后于可比公司 (%)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司暂处谷底阶段，业绩腾飞指日可待。从上述情况来看，目前潮宏基的表现并不令人满意，而我们认为这恰恰是一个投资的好时机。事实上，虽然财务表现较差，但是在黄金珠宝行业逐步复苏的大背景下，公司加盟渠道的扩张下沉的发展策略将直接推动公司营收增长及ROE的改善。这一增长逻辑的可行性过去已由周大生成功验证。

本文将通过梳理潮宏基财务状况、行业趋势以及公司的未来策略增长点来为投资者提供进一步的投资依据。

1、财务分析：尚处低谷，加盟渠道拓展注活力

1.1、ROE 拆分：净利率、资产周转较弱，未来有望改善

正如前文所述，潮宏基的净资产收益率落后于同业可比公司。2018年潮宏基净资产收益率约为2.15%，远远低于老凤祥的21.18%、周大生的20.31%和周大福的

12.01%。那么，究竟是哪些原因造成了这样的差距呢？接下来，我们将通过拆解 ROE，找出潮宏基未来的业绩优化方向。

表 1、潮宏基及可比公司 ROE 拆解（2018 年）

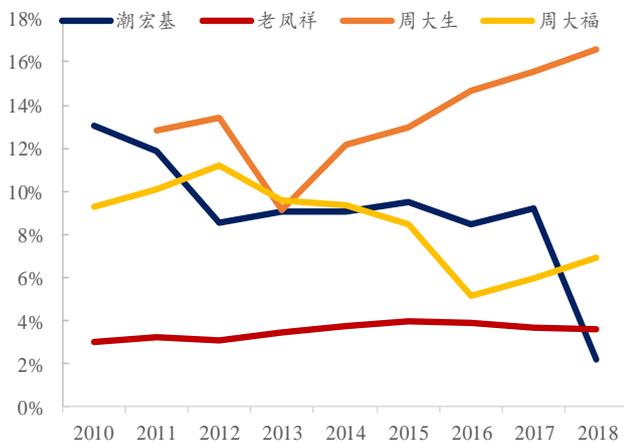
公司	ROE (%)	净利率 (%)	资产周转率 (次)	权益乘数
潮宏基	2.15	2.21	0.59	1.64
老凤祥	21.18	3.57	2.83	2.10
周大生	20.31	16.55	0.83	1.48
周大福	12.01	6.90	1.03	1.69

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

净利率骤降致使低 ROE。潮宏基 2018 年的净利率仅为 2.21%，相比于老凤祥、周大生、周大福分别低了约 19.03ppts、18.16ppts 和 9.86ppts。考虑到潮宏基当前的拓展代理加盟渠道的发展策略，我们认为这种情况将有望迅速改善。事实上，2019 年一季度的净利率已经大幅回升，约为 9.36%。

加盟渠道的管理费用率远低于自营渠道，进而使得加盟渠道拓展推动公司净利润率上升。这已在 2018 年的财务数据中有所体现，管理费用率从 2017 年的 3.48% 下降至 2018 年的 3.13%。具体而言，加盟渠道使得公司的职工薪酬、场地使用费等管理费用有所下降，带动管理费用率下行。随着加盟渠道的迅速拓展，公司的管理费用率必会进一步改善。

图 3、潮宏基净利率骤降带动 ROE 下行



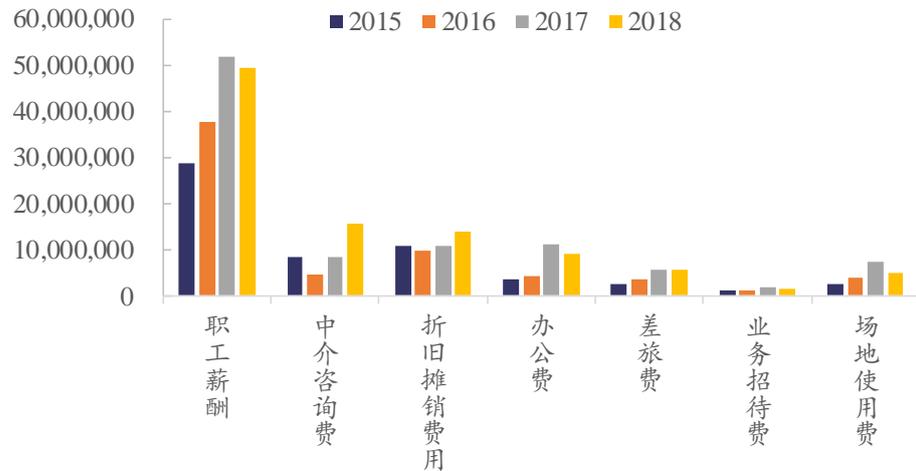
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、加盟渠道拓展促使潮宏基管理费用率降低



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、潮宏基管理费用中职工薪酬、场地使用费受益于加盟店拓展降低

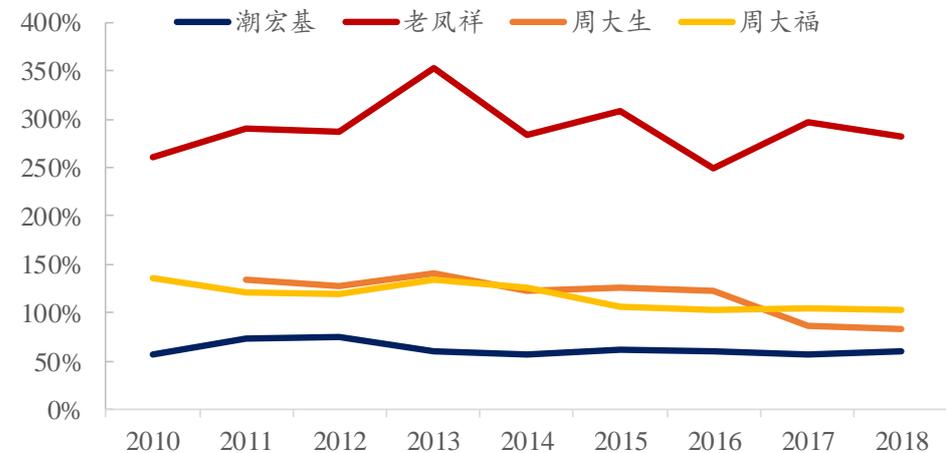


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从资产周转率来看，潮宏基资产的周转速度较慢。这主要是由两大因素导致的。一方面，潮宏基的主要产品为 K 金饰品等时尚珠宝首饰。当通胀上行时，消费者考虑到黄金的抗通胀属性，并不会大量减少对于传统黄金饰品的需求。而时尚珠宝首饰由于其黄金含量低、保值能力相对较差，消费者的购买需求下降会更为明显，进而导致潮宏基的平均周转速度低于其他公司。

另一方面，自营比例较高导致存货的确认收入较慢。事实上，由于潮宏基采用的渠道中目前大部分仍为自营模式，导致公司只有在卖出商品时才能确认收入。而这一情况有望在加盟店占比上升后明显改善。在中国 A 股市场中，代理渠道能够使得公司在将货品交付给代理商时即可确认收入，这将有效提升资产周转率。因此，未来自营比重的下降将会导致潮宏基存货周转速度加快，进而带动 ROE 提升。

图 6、潮宏基资产周转率低于行业其他可比公司



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

另外，从权益乘数来看，潮宏基同可比公司之间的差距不大。具体而言，2018 年

潮宏基的权益乘数为 1.64，而老凤祥、周大生和周大福的权益乘数分别为 2.10、1.48 和 1.69。

因此，我们认为公司当前的加盟渠道扩张下沉策略将直接带来净利率的提升与存货周转速度的加快，从而在未来带动 ROE 上行。

1.2、2018 年营收增速放缓，时尚珠宝首饰占比提升助力毛利率

2018 年公司总营收约为 32.48 亿元，较去年增长了 5.24%，增速有所放缓。这主要是由于去年的总体经济状况变化一定程度上导致了消费者对于金银珠宝类可选消费品的购买意愿降低。从金银珠宝类零售额来看，去年一直处于负增长状态，其中，10 月的零售额相比于 2017 年降低了约 12.91%。因此，在这种大背景下，公司总营收增速也随之放缓。但是，随着加盟渠道的进一步拓展，存货销售收入的提升将有助于潮宏基营业收入的迅速增长。2019 一季度公司总营收约为 9.57 亿元，较去年同期上涨 13.61%。

图 7、2018 年金银珠宝零售额同比均为负值，行业整体呈低迷状态

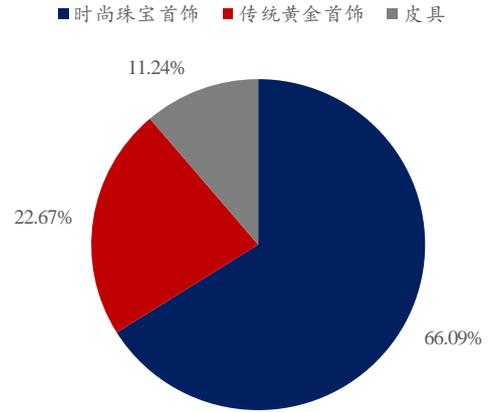
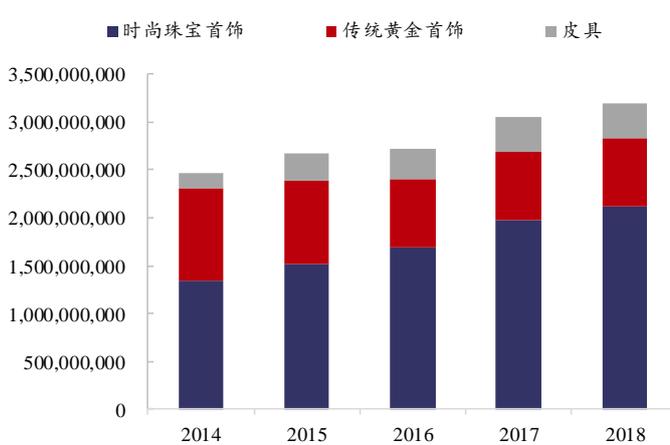


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

分产品来看，时尚珠宝首饰营收占比进一步上升。具体而言，潮宏基 2018 年时尚珠宝首饰、传统黄金首饰以及皮具的营收占比分别为 64.98%、22.29%、11.05%。时尚珠宝首饰相比于去年增长了 0.86 个百分点，另外两类产品占比均有所下降。

图 8、潮宏基时尚珠宝首饰类产品营业收入持续增长

图 9、2018 年潮宏基时尚珠宝首饰营收占比最高



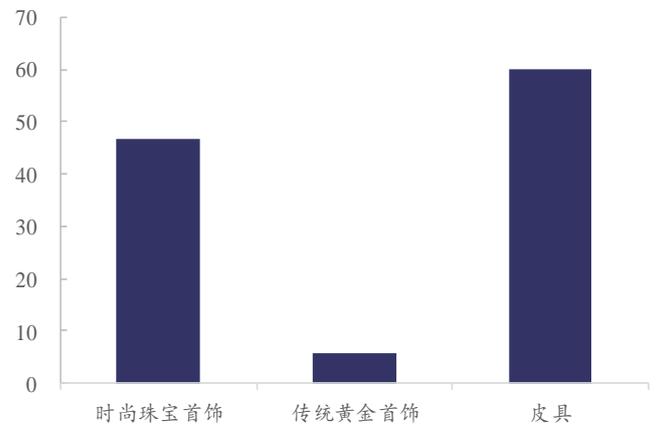
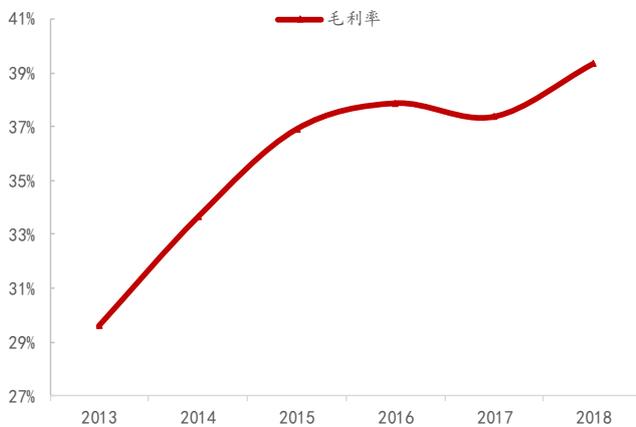
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

时尚珠宝首饰占比提升带动毛利率上行。事实上，由于时尚珠宝首饰的毛利率远高于传统黄金首饰，其占比上升直接带动了毛利率的上行。2018 年，潮宏基时尚珠宝首饰毛利率约为 46.58%，远高于传统黄金首饰的 5.79%。因此，随着时尚珠宝首饰占比的提升，公司毛利率在 2018 年创下了 39.34% 的新高。

图 10、时尚珠宝首饰占比增加推动潮宏基毛利率上升

图 11、2018 年潮宏基时尚珠宝首饰毛利率较高

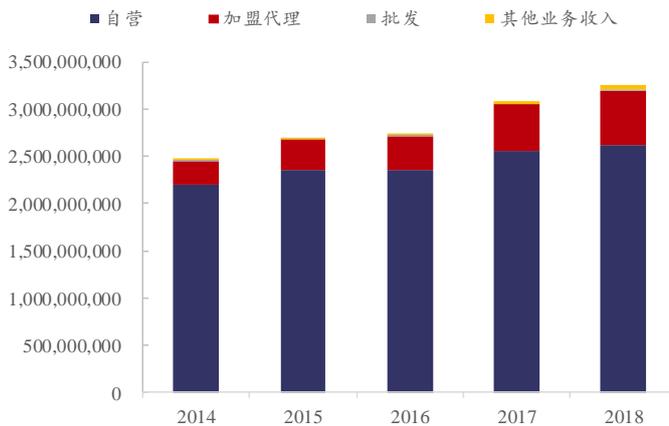


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

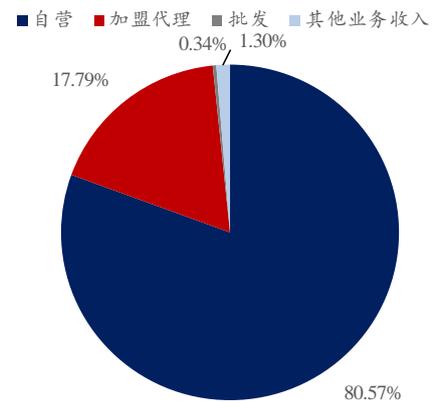
分渠道来看，自营仍占主导地位，加盟代理比重上升。自营渠道的营收占比从 2014 年起表现出明显的连续下降趋势，2018 年进一步下降至 80.57%，相比于 2013 年的 94.04% 下跌了 13.47 个百分点，但仍占据主导地位。随着自营的占比降低，加盟代理的比重不断上升，从 2013 年的 5.38% 上升至 2018 年的 17.79%，未来有望进一步提升。

图 12、潮宏基自营及加盟渠道营业收入增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、2018 年潮宏基自营渠道营收占比最高



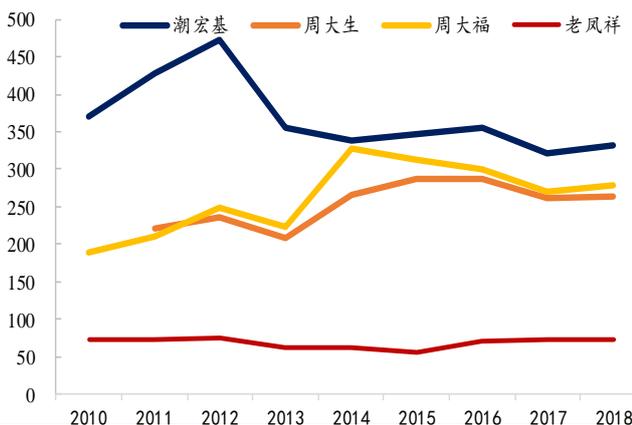
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、加盟将助力存货周转速度提升，现金流状况有望改善

存货周转天数不断减少，加盟拓展将进一步提速周转。潮宏基的存货周转天数高于行业可比公司，但近年来表现出了明显的下降趋势，从 2012 年的 473 天下降到了 2018 年的 333 天，减少了 140 天。事实上，随着加盟渠道的拓展，公司存货的确认速度将进一步增快，进而减少其周转天数。

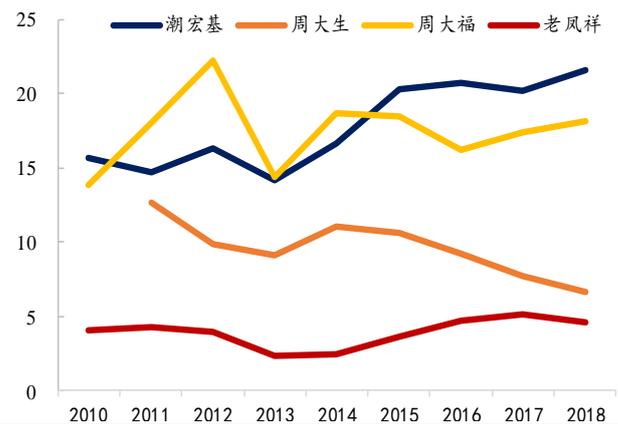
应收账款状况仍需改善。就应收账款周转天数来看，近年来表现出了上升趋势，2018 年约为 21.60 天，高于周大福的 18.16 天、周大生的 6.61 天和老凤祥的 4.63 天。

图 14、潮宏基存货周转天数降低



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、潮宏基应收账款周转天数上升需改善

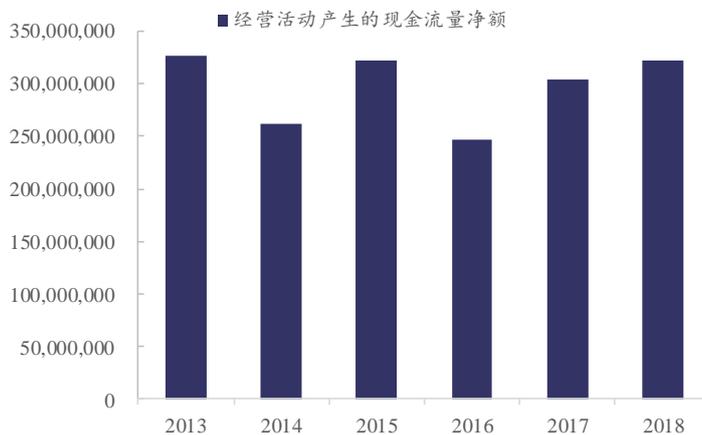


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

尽管公司应收账款状况较弱，但现金流及货币资金始终保持稳定，加盟渠道或将促进现金流增长。公司近五年经营活动产生的现金流量净额均稳定在 2.92 亿元上下，货币资金稳定在 4.78 亿元上下。而随着加盟渠道的拓展，加盟费用以及产品销售的收入将使得公司的现金流状况进一步改善。

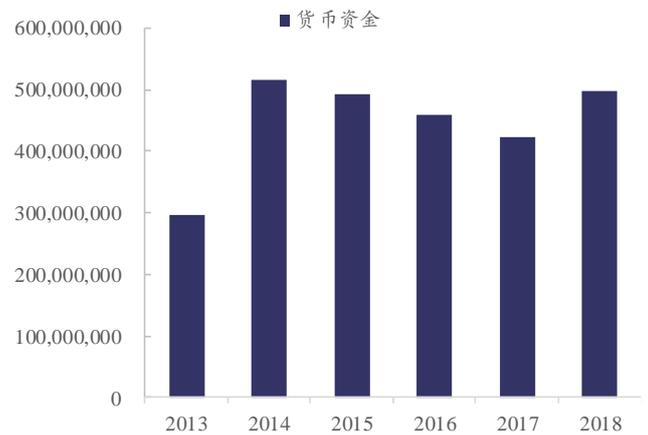
流动比率及速动比率下降，但有提升潜能。公司的流动比率和速动比率近年来有下降趋势，2018年分别为2.67和1.14。但是随着渠道拓展对于公司现金状况的改善，这两个比例均有望回升。另外，公司近五年的资产负债率平均值约为40.17%。

图 16、潮宏基经营活动产生的现金流量净额稳定



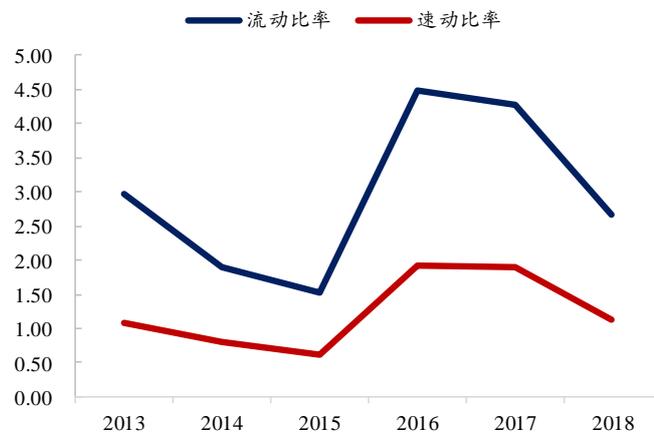
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、潮宏基货币资金状况稳定



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、潮宏基流动比率和速动比率下降



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、潮宏基近五年资产负债率平均为 40.17%



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

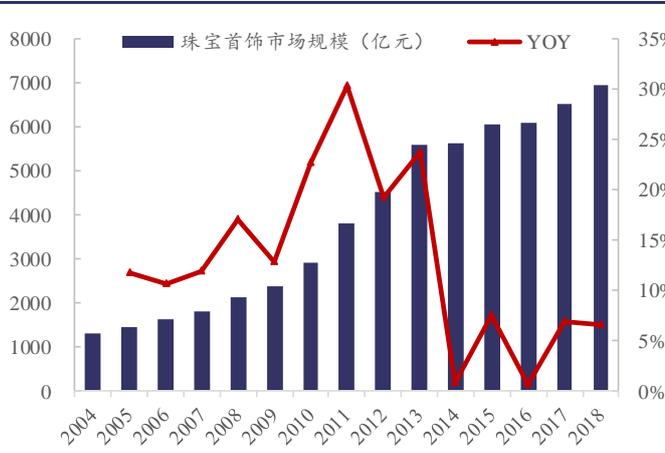
2、行业分析：黄金价格长期支撑，短期汇率反弹促增长

2.1、现状：规模持续增长，消费水平上升空间充足

据 Euromonitor 统计，2018 年我国珠宝首饰市场规模为 6965 亿元，较去年增长约 6.5%。事实上，我国珠宝首饰行业已多年保持增长态势，近五年复合增速约为 4.4%。人均可支配收入的提升有效助推消费水平，人均居民消费支出、城镇人均居民消费支出和社会消费品零售总额近 15 年 CAGR 分别为 12.14%、10.13% 和 14.88%。与此同时，随着刚需逐步得到满足，可选消费品增长胜于整体零售额增

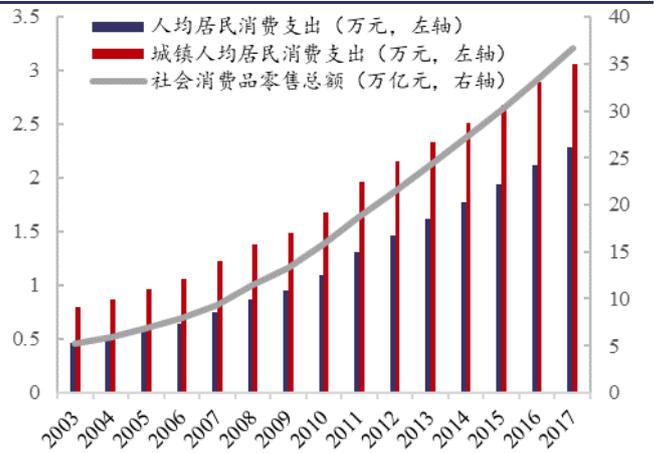
长，金银珠宝 15 年增速达 20.77%。根据中期策略报告测算，2023 年珠宝市场规模有望达 11364 亿元，对应复合增速为 10.28%。

图 20、中国珠宝首饰市场规模增长，增速回升



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

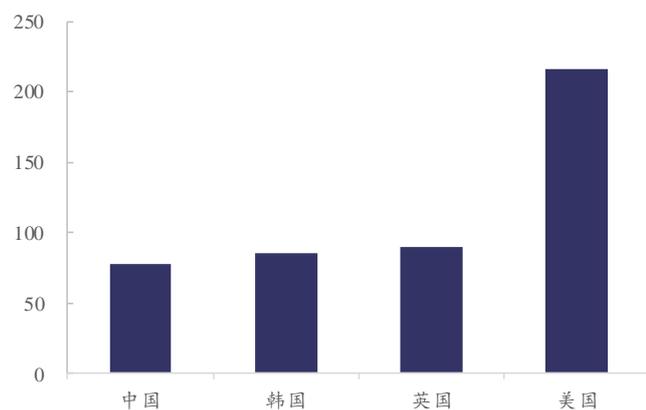
图 21、中国居民人均消费逐年增长



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

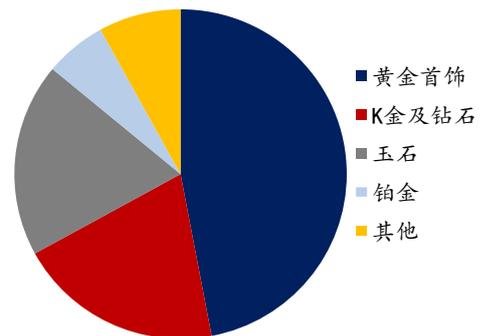
而从各国的人均珠宝消费额来看，我国珠宝消费水平同发达国家仍有较大差距。2018 年美国人均珠宝消费约为 216 美元，而中国仅为 77 美元。而且，相比于 K 金、钻石等时尚珠宝，中国居民往往更倾向于消费具有保值功能的传统黄金首饰。但是，人们的消费观念不断更新迭代，消费结构由基本生存型转向发展享受型。消费者对于保值性黄金的购买意愿逐渐弱化，这将在一定程度上促进 K 金、钻石等时尚珠宝市场的迅速增长。

图 22、2018 年中国人均珠宝消费额远低于美国



资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、2017 年中国珠宝首饰消费结构中黄金首饰最热



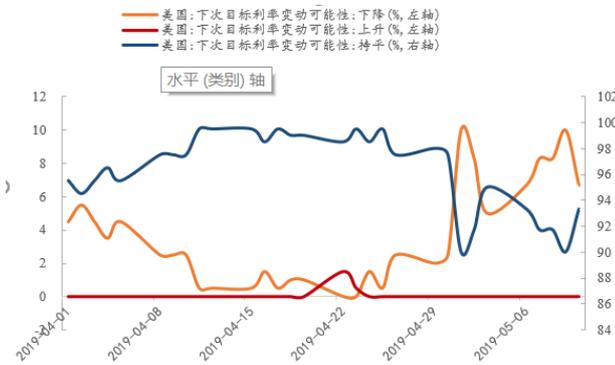
资料来源：Statista，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、长期投资逻辑：降息增持助推黄金价格上涨，此刻恰逢布局点

美国年内降息预期推动黄金价格上行。今年 5 月初美联储主席鲍威尔发言偏鹰牌，试图引导市场向中性预期回归，但市场反响并不强烈。据 CME 的数据显示，美联储下次目标利率降息概率大于加息概率，全年加息概率接近为 0。此外，考虑

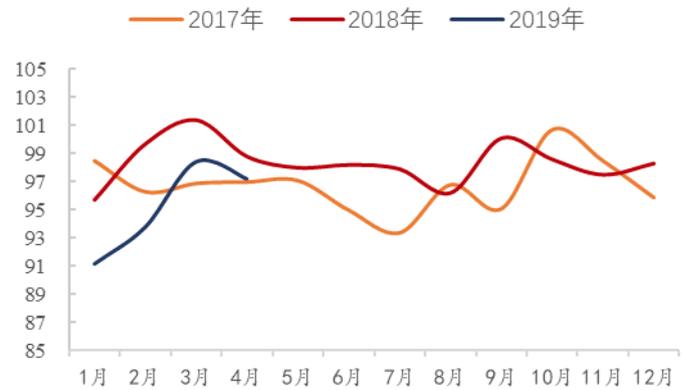
到美国 2019Q1GDP 中最终销售额同比为三年以来最低、4 月密歇根消费者信心指数下滑，全年利率有较大下行压力，黄金价格上涨动力强劲。

图 24、美联储未来利率下降的可能性更大



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、今年密歇根消费者信心指数下滑



数据来源：尼尔森、兴业证券经济与金融研究院整理

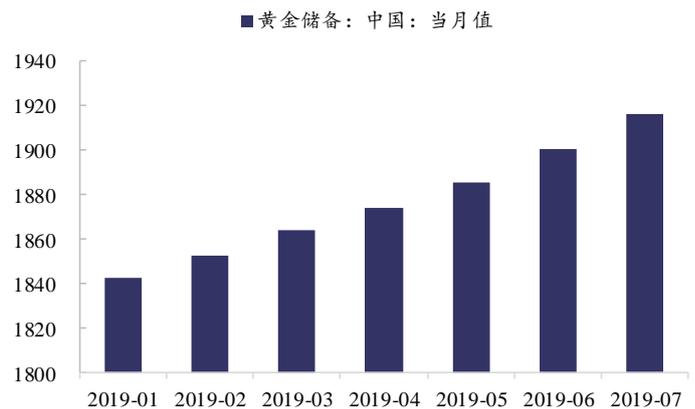
全球央行增持支撑黄金价格上涨。一方面，西方发达国家黄金占比相对稳定，新兴国家成为黄金的主要购买方，对安全性资产的需求是其购买的主要动力。UGC 数据显示，2018 年全球央行增持黄金总计 656.9 吨，同比增长 74.2%，增持规模创近年来新高。19Q1 全球央行的净买入量为 145.5 吨，创下 2013 年以来全球央行增持黄金的最大增幅，直接驱动当季全球黄金需求增长 7%。截至 7 月初，我国中央银行已连续 7 个月增持黄金，总计 73.7 吨。

图 26、全球央行增持支撑黄金价格上涨



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、中国央行持续增持黄金（吨）



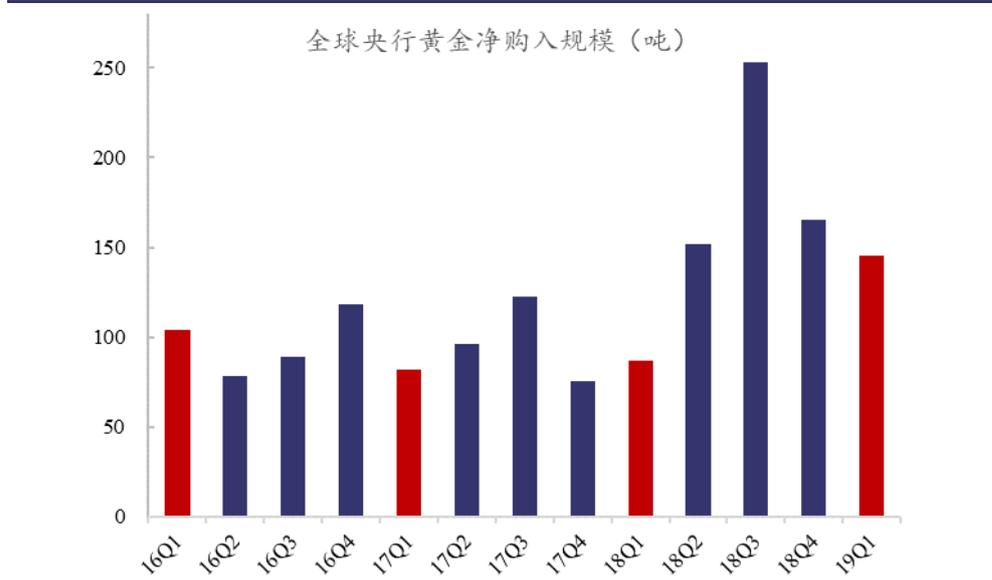
数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

另一方面，全球央行黄金净买入呈现明显的季节性特征，Q2/Q3 都将超过 Q1 的净值。央行黄金净买入占全球总需求比重从 2016 年的 7.9% 上升至 2019 年的 13.81%，已经成为黄金新增需求的主要来源。根据我们的测算，全球央行 Q2/Q3 黄金净买入额将超过 Q1 的 27.9%，据此可以预见，2019Q2 及 2019Q3 央行黄金

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

净买入额有望进一步提升。

图 28、全球黄金净买入量具有明显的季节性特征



资料来源：UGC、兴业证券经济与金融研究院整理

因此，从长期来看，降息及央行增持都将支持黄金价格的上涨，进而带动黄金珠宝的需求上升，此时恰为布局黄金珠宝行业的好时机。

2.3、短期投资逻辑：金银珠宝社零增速滞后汇率，四五月反弹已验证

汇率提升可促进金银珠宝社零增速提升。汇率提升，人民币相对贬值，国内消费者减少海外购买和向代购购买的比重，转向国内线下、电商等渠道，珠宝零售额月同比增速提升。金银珠宝非易耗品具备保值价值，同时消费具有粘性，汇率对于零售额增速的影响并非即时反映，零售额增速变动往往滞后汇率变动 11-15 个月。

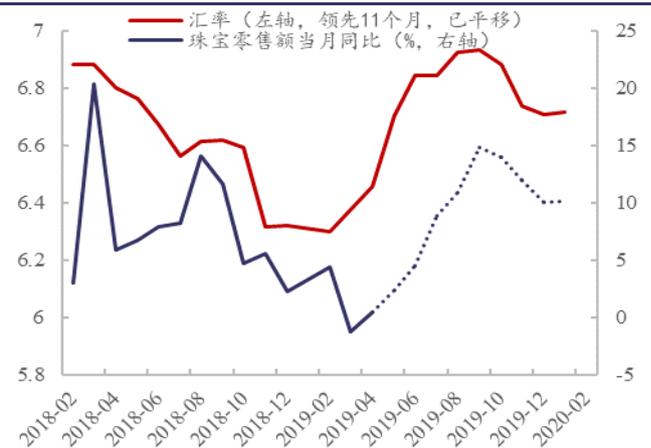
从短期看，金银珠宝社零增速已于今年 4-5 月触底反弹，趋势可能仍将持续。在《把握行业动力充沛之时点，布局具备穿越周期法宝之公司——2019 年中期策略之美奢板块》中我们根据 2018 年 5 月始的人民币贬值趋势，预期 2019 年 4-5 月开始金银珠宝消费将转向国内，零售额增速将触底反弹，该趋势可能将持续至 2019 年 10 月-2020 年 2 月。而事实同我们的预判相一致，4 月的中国金银珠宝零售额当月同比增速已由负转正为 0.40%，5 月增长至 4.70%。

图 29、金银珠宝消费增速滞后汇率 11-15M



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、金银珠宝消费增速滞后汇率 11-15M(已平移)



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

综上所述，短期金银珠宝消费零售额仍将上涨，长期黄金价格已有支撑，此时布局黄金珠宝行业确为明智之举。

3、公司策略：比照周大生，代理渠道拓展将成核心增长力

分析市场上现有的可比公司，我们发现老凤祥、周大福、周大生这三家的财务数据均优于潮宏基，而其优势点各不相同。具体来说，老凤祥主要依靠纯黄金首饰的高周转率取胜，周大福则致力于打造多品牌矩阵。而周大生的高加盟店占比则成了它最大的亮点。事实上，这恰恰同潮宏基现在的主要战略发展方向相一致。

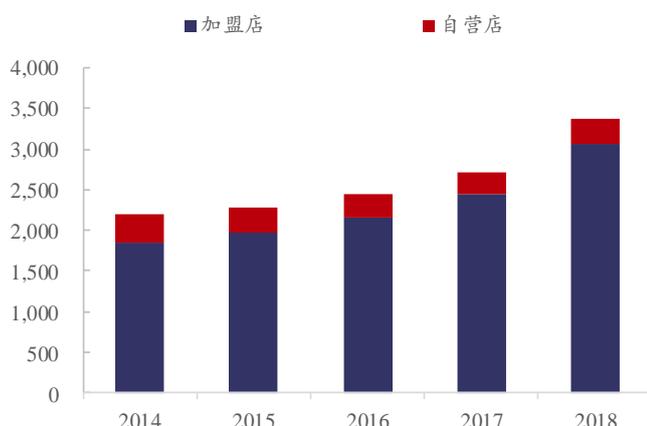
那么，周大生的高加盟店占比为它带来了什么呢？潮宏基当前采用的这种策略能够为其获取增长呢？下面，我们将以周大生为例，判断潮宏基的未来发展变化。

3.1、周大生：加盟店扩展迅速，公司财务改善

周大生始终致力于不断拓展加盟店渠道。2018 年，周大生共有 3073 家加盟店，302 家自营店，加盟店占比高达 91.05%。事实上，近年来周大生在始终将自营店维持在 300 家上下的同时，致力于保持加盟店高增速态势。其加盟店占比从 2014 年的 84.58% 到现在的 91.05%，四年间提升了 6.47 个百分点。

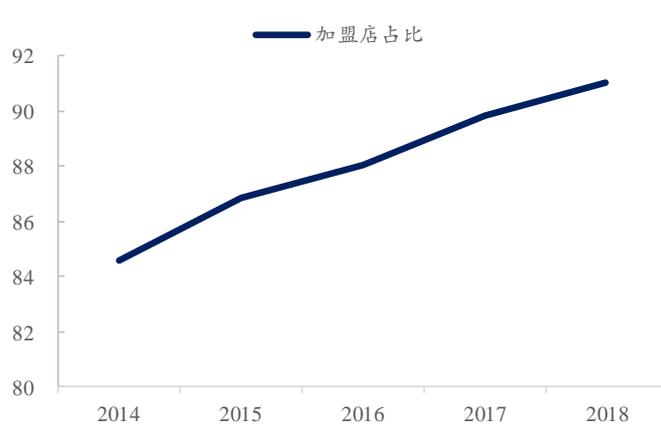
就投资回收期而言，加盟商需要约 15 年收回全部成本。2018 年周大生平均拥有 2750 家加盟店，其单店收入约为 118.07 万元。加盟店的平均毛利率约为 33.72%，假设扣去其他成本后利润率约为 20%。进一步假设开设一家加盟店需要约 200 万的贷款成本及 150 万的其他成本，那么我们可以测算得到加盟商需要约 15 年可收回全部成本。

图 31、周大生加盟店始终保持高增长态势



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、周大生加盟店占比逐年攀升

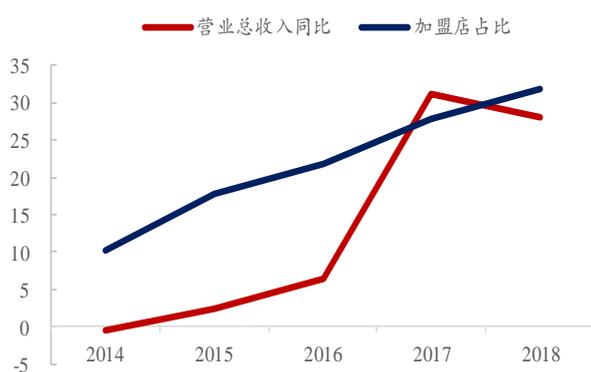


数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

加盟渠道拓展带来总营收的迅速增长，2018 年营收增速为 27.97%。一方面，随着加盟店的不断增加，公司通过收取品牌使用费和管理服务费（包括特许经营费和加盟管理费）迅速增加其营业收入。另一方面，由于在加盟店购买产品后公司即可确认收入，加盟店的拓展也导致了产品销售收入直接增加。在两方面的共同作用下，周大生的营收增速不断增长，2018 年增速为 27.97%，远超行业平均。

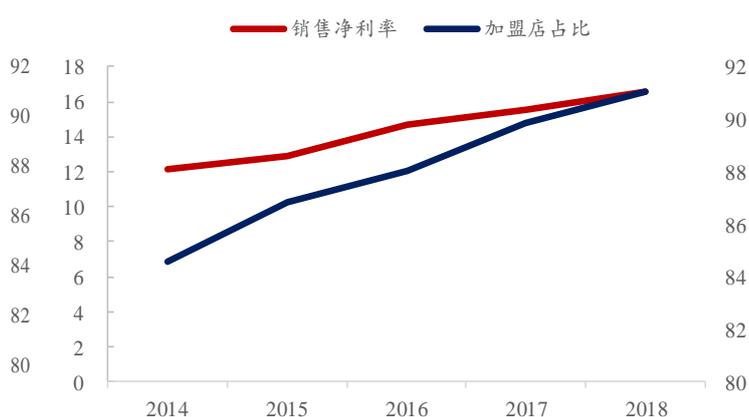
净利率受益于加盟店占比提升，维持长期增长态势。加盟店的迅速拓展带来管理费用的降低，进而导致净利率的提升。随着周大福加盟店占比的提升，其净利率从 2014 年的 12.18% 上升到了 2018 年的 16.55%，增长惊人。这也是其高净资产收益率的主要支撑。

图 33、周大生依靠加盟店维持营收高同比增速(%)



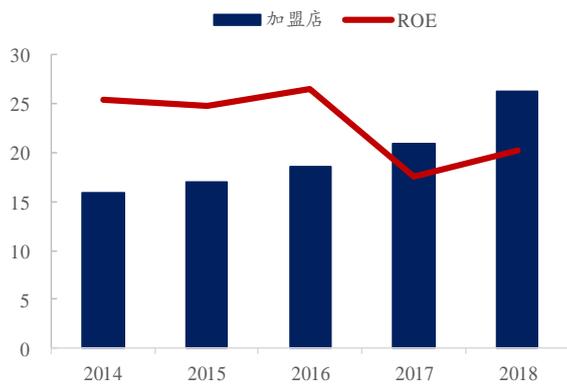
数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、周大生净利率与加盟店占比 (%) 同步上行



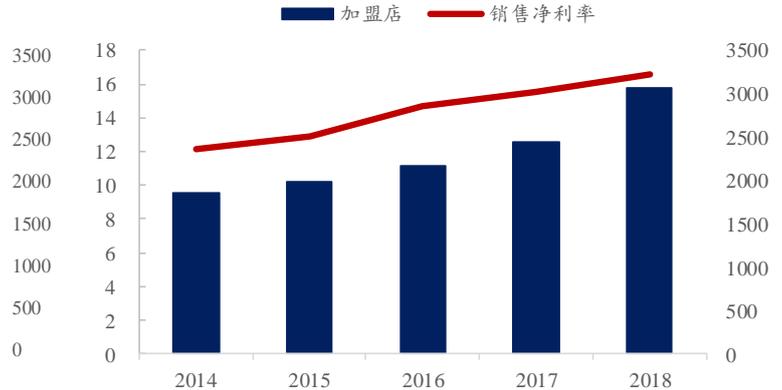
数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、周大生加盟店支撑净资产收益率 (%)



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、周大生加盟店支撑净利率 (%)



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

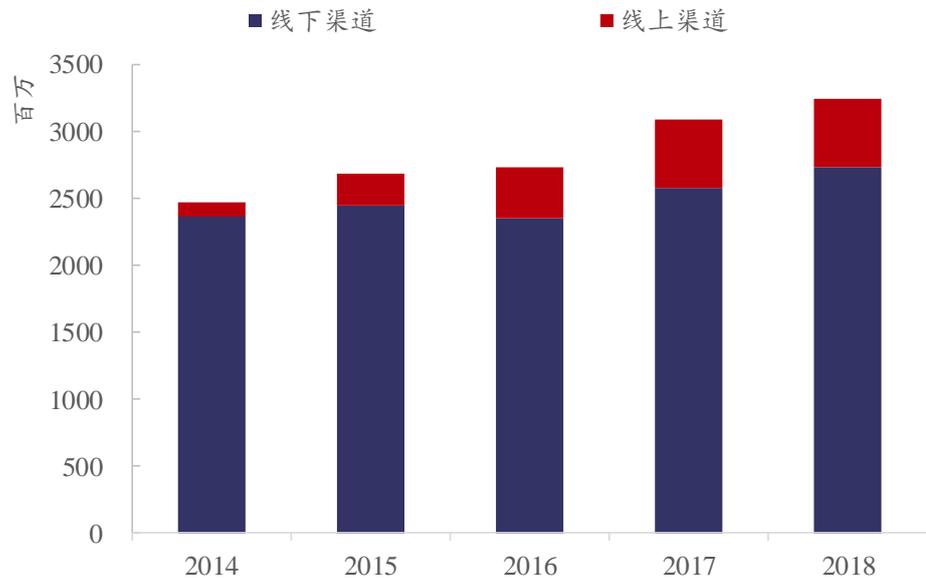
3.2、渠道建设：线下加盟猛增，直接助推公司增长

通过研究周大生我们发现，加盟渠道的迅速拓展能够带来营收增长以及净利率的提升，进而带动净资产收益率的升高。那么，潮宏基目前的渠道建设状况如何呢？

潮宏基采用以线下品牌专营店为主、线上旗舰店为辅的复合营销模式。目前，它已形成覆盖全国 200 个主要城市、线下拥有超过 1200 家品牌专营店的销售网络规模，同时通过自有平台、天猫、京东、唯品会等线上平台进行全网营销。

其中，线上渠道占比较低但逐年增长。2018 年，潮宏基线上渠道营业收入约为 5.10 亿元，约占总营收的 15.71%，较 2014 年的 4.15% 上涨了将近 12 个百分点。线上旗舰店也属于自营的一种，该销售模式使得公司一般在消费者进行购买并经公司发货后确认收入，唯品会等个别平台是在协定时间内结算并确认收入。随着消费者消费意愿的增强，网络渠道由于其便利性，也将起到极为重要的助推增长作用。

图 37、潮宏基线上营收占比较低但逐年增长，线下营收始终超过 80%



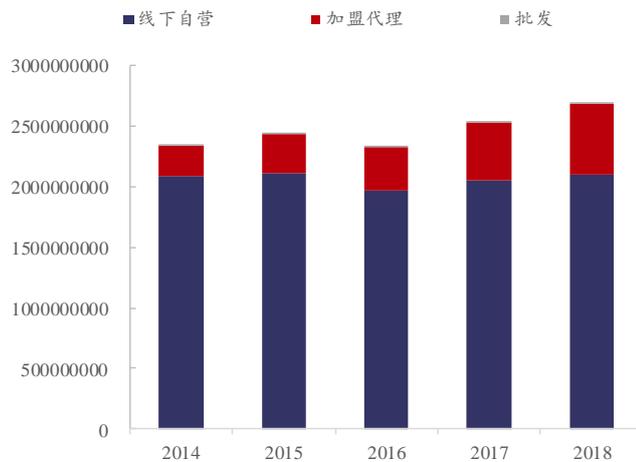
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

而线下渠道占比则较高，多年来始终超过 80%。具体来看，线下渠道主要分为线下自营、加盟代理和批发。三种渠道经营方式不同，收入确认手段也有所差异：

- **线下自营又可分为联营和直营。**联营是指通过与百货公司开展联营合作在百货商场的经营场所内开设专营店，货品出售由百货商场统一收款，在协定时间内进行结算并确认收入。直营是指由公司直接设立品牌旗舰店或品牌专卖店进行零售，在产品已交付予顾客并收取货款时确认销售收入。
- **加盟代理模式下**，由加盟代理商开设品牌专营店，相关人、财、物由加盟商支配，并按公司统一管理模式进行经营。公司在将货品交付加盟代理商时确认销售收入。
- **批发模式下**，在产品已交付予客户且客户已签收确认，公司已经收款或取得索取货款依据时确认销售收入。

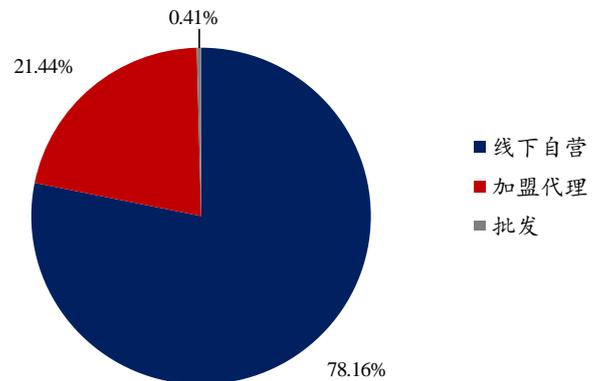
其中，自营店仍是最重要的销售渠道，但占比不断下降。2018 年自营店总营收约为 21.07 亿元，占线下渠道总营收约 78%，相比于 2017 年下降了约 2 个百分点，较 2014 年下跌了约 10 个百分点。事实上，自营店营收占比正表现出一个稳步下降的态势。与此同时，加盟店占比不断上升，从 2014 年的约 11% 上升到了 2018 年的约 21%。而批发渠道的占比始终较低，多年来均低于 0.6%。

图 38、线下渠道中加盟营收迅速增长



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、2018 年线下渠道营收占比中自营占 78.16%

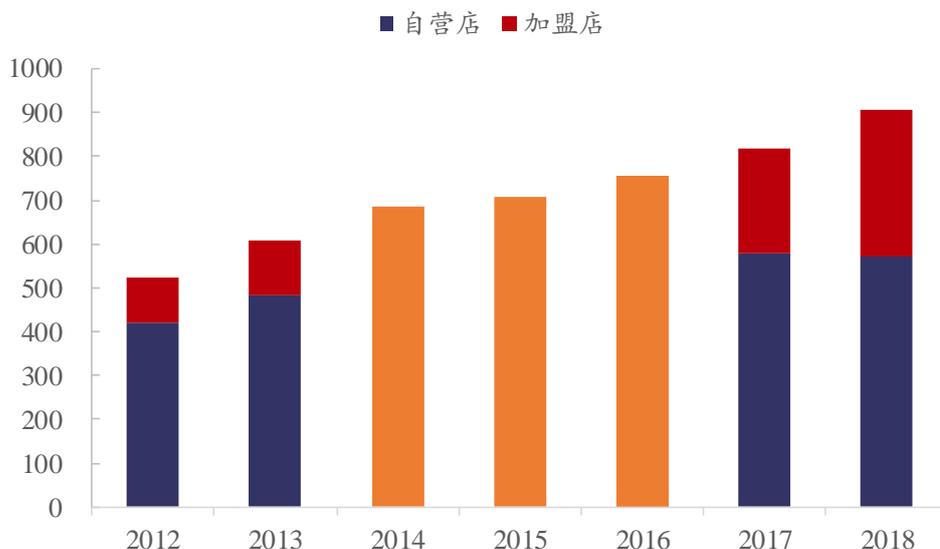


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

潮宏基在 2018 年年报中明确提出“加速代理业务扩张，推进渠道下沉，拓展渠道规模”。而从公司的门店情况来看，公司确实着力于在保持自营店数量较为稳定的前提下不断扩展加盟渠道规模。2018 年，公司自营店新增了 66 家。同时，加盟店新增将近 124 家，约为新增自营店的两倍。2019 年，公司将在稳定自营店数量的情况下，进一步迅速拓展加盟渠道规模。

潮宏基投资回收期短于周大生，有利于其渠道规模拓展。考虑到潮宏基新店平均营收约为 100-200 万，之后平均营收能达到 250 万以上。我们假设新开设加盟店需要约 200 万的进货成本及 150 万左右的其他成本，且需要两年才能达到较为成熟的经营水平。由于加盟渠道的近五年的平均毛利率约为 28.5%，我们假设进一步扣去其他费用后利润率约为 15%。那么，新加盟店需要约 10 年即可收回全部成本，其年数低于周大生。因此，潮宏基的加盟渠道拓展前景良好，我们认为这将为公司带来极为直接的营收增长，并迅速提升净利率，带动 ROE 上行。

图 40、潮宏基门店数逐年增长，近两年加盟店增长惊人



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2014-2016 年公司未披露自营店和加盟店数据，仅披露总数

表 2、潮宏基 2019 年上半年直营门店数量基本保持稳定

开业时间	门店名称	面积(m ²)	投资金额(万元)	主要商品类别
2019-01-11	CHJ 重庆时代天街 B 馆店	37	119.4	
2019-05-18	CHJ 成都凯德金牛店	72	236.25	时尚珠宝首饰
2019-05-20	CHJ 合肥万科广场店	60	363.77	饰、黄金饰品
2019-05-31	CHJ 杭州金沙印象城店	61	206.00	

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

同时，潮宏基的市场重心将进一步下沉，布局三四线城市。公司此前专注于自营渠道的发展，门店主要分布在华东地区。而近年来随着公司市场重心的转向，华东地区、西南地区、华中地区及西北地区也越发收到重视，其 2018 年新增加盟店数量均达到了两位数。2019 年，公司将在维持一二线城市门店发展的前提下重点布局三四线城市，这将为公司带来巨大增长空间。

表 3、潮宏基门店多集中在华东地区，其他地区布局空间巨大

地区	门店类别	期初数量	新增	撤店	期末数量
华东	自营店	311	32	20	323
	加盟店	102	48	4	146
东北	自营店	68	10	11	67
	加盟店	22	4	5	21
华南	自营店	34	6	3	37
	加盟店	12	5	1	16
华北	自营店	59	8	14	53
	加盟店	27	17	2	42
西南	自营店	14	1	4	11
	加盟店	28	14	10	32
华中	自营店	56	5	12	49
	加盟店	36	25	3	58
西北	自营店	35	4	9	30
	加盟店	14	11	3	22

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

合计	自营店	577	66	73	570
	加盟店	241	124	28	337

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

综上所述，周大生的成长路径给予了我们关于潮宏基谷底反转的启示。由于加盟商购买货品时公司即可确认收入，加盟渠道的扩展下沉能够为公司带来业绩的迅速改善。当然，品牌建设是促使加盟渠道不断拓展的长期驱动力。因此，在长期我们仍将持续关注潮宏基的品牌建设状况。短期而言，渠道扩展即可推动潮宏基业绩谷底反转的出现。

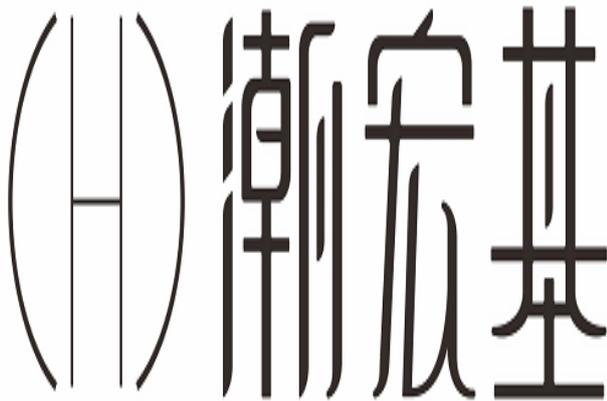
4、公司概况：K 金领潮者，布局“她经济”

4.1、珠宝首饰搭配时尚女包，三大品牌共同发力

潮宏基定位于“中高端时尚多品牌运营商”，以“都市白领女性”为核心人群，致力于打造轻奢市场产业集团。目前，该公司的核心业务主要着重于运营管理“CHJ 潮宏基”、“VENTI 樊迪”以及“FION 菲安妮”这三大品牌。

CHJ 潮宏基创立于 1997 年，20 多年不断深耕彩金珠宝这一细分领域，成为 K 金领潮者。该珠宝品牌始终将轻奢使用视为设计的第一要素，坚持“时尚近季、奢侈近人”的品牌理念，引领中国珠宝业进入一个摩登新时代。

图 41、CHJ 潮宏基品牌 LOGO



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、CHJ 潮宏基饰品



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

VENTI 樊迪定位于珠宝买手集合店，是国内以买手制为核心的先锋珠宝品牌。VENTI 象征着“自由、自信、自我”，其买手团队游历于巴黎、伦敦、米兰和纽约等时尚之都，通过汇聚数十个设计师品牌的力量，为中国时尚白领、商务经营等提供紧跟世界潮流的精致珠宝。

图 43、VENTI 樊迪品牌 LOGO



图 44、VENTI 樊迪饰品



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

FION 菲安妮源自 1979 年，2014 年被潮宏基全资收购。FION 继承了香港第一代皮匠的顶尖工艺，始终坚持其一贯的精工品质和考究细节，同时将艺术创意融入产品设计中，多次同大英博物馆、艺术工作室和小黄人等 IP 推出合作款女包。

图 45、FION 菲安妮品牌 LOGO



图 46、FION 菲安妮女包



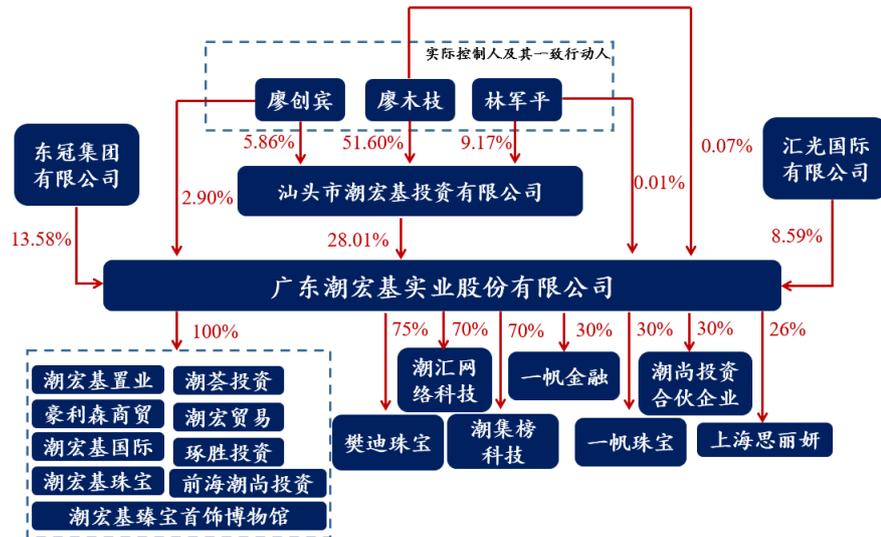
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、公司股权结构

公司的实际控制人为廖木枝（董事长），廖创宾（董事、总经理）、林军平（董事、副总经理）为其一致行动人，三人共持股约 21.64%。第二大股东为东冠集团，持股约 13.58%。第三大股东为汇光国际，由皇室太古集团董事长何汉才 100% 控股，持股约 8.59%。

图 47、潮宏基公司股权结构图



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、品牌建设：K 金领潮者，传承创新捍卫竞争力

潮宏基不断通过产品设计与创新，强化“K 金领潮者”的品牌差异化定位。公司擅长捕捉珠宝市场潮流，于 2018 年推出“悦变”、“多元”、“鼓韵”等系列新品。同时，公司十分重视外部合作，已获得“多啦 A 梦”、“Smiley 笑脸”、“Paul Frank 大嘴猴”、“迪士尼”系列、“精灵宝可梦”、“小黄人”等独家授权。此外，公司也在不断拓展自己的品牌矩阵以满足高收入人群的需求，推出高端钻石品牌“丘比特”，荣获“2018 年度婚尚珠宝领秀品牌”。

表 4、潮宏基始终坚持产品创新，不断推出各类新品

年份	事件
2018	<ul style="list-style-type: none"> 再度携手美国环球影业联合推出《侏罗纪世界 2》独家限量款珠宝及手袋，打造经典 IP 系列，触达更多年轻消费者； 携手时尚媒体 PCLADY 发布 2018 彩金珠宝潮流，成功推出“悦变”、“多元”、“鼓韵”等系列新品，并获得由 PCLADY 颁发的“时尚领潮至尊奖”； 推出全新婚庆子品牌“THE ONE”； 高端钻石品牌“丘比特”凭借时尚创新的设计理念以及精湛的工艺，荣获“2018 年度婚尚珠宝领秀品牌”。
2017	<ul style="list-style-type: none"> 荣膺戴比尔斯 IIDGR 国内最信赖战略合作伙伴，与其联手推出高端婚钻品牌“丘比特”； 携手美籍华裔光影艺术家 JuJu Wang 发布 2017 彩金潮流，成功推出“释放”、“极星”、“墨兰”、“布拉格”等系列新品； 携手阿里影业推出热门 IP 精灵宝可梦系列产品，成为国内指定的珠宝与箱包独家授权商，这也是 Pok é mon 正版版权首次进军中国市场。
2016	<ul style="list-style-type: none"> 携手知名女星李小冉、各界时尚达人举办全国首场以 3D 打印技术设计呈现的超现实彩金珠宝发布会，成功推出“智慧之眼”、“梦游仙境”、“时光旅行”等系列新品； 与《爱丽丝梦游仙境 2》、《爵迹》等影业展开合作，提高品牌背书。
2015	<ul style="list-style-type: none"> 受邀参加 2015 上海国际珠宝展，成功推出“善缘”、“旋舞”、“Lock & Love”等品牌系列新品；

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	<ul style="list-style-type: none"> 于今年8月获得迪士尼“爱丽丝梦游仙境”、“小鹿斑比”及“玛丽猫”三个经典卡通形象的珠宝首饰独家授权。
2014	<ul style="list-style-type: none"> 开发“爱之礼赞”、“心蝶”等婚钻系列并组织多样化的公关巡展活动，有效提升了婚庆市场份额； 成功推出“熊猫”、“咩儿”、“大嘴猴”、“哆啦A梦世界杯”等多个卡通系列，以及“圣马可”、“仲夏花园”、“爱之礼赞”等时尚轻奢系列产品，并多次问鼎国内外珠宝首饰设计大奖赛。
2013	<ul style="list-style-type: none"> 推出新款“哆啦A梦”、“笑脸Smiley”、“清盈Lithely”、“My Wish”、婚庆“爱之礼赞”、“Chi&Qi熊猫”等产品系列。
2012	<ul style="list-style-type: none"> 重点加强黄金产品差异化研发，推出“时尚黄金”、“礼品黄金”等一系列产品； 对市场热捧产品“哆啦A梦”进行优化升级，同时推出“Smiley笑脸”等系列产品。
2010	<ul style="list-style-type: none"> 与意大利TALENTO珠宝签订战略合作协议，独家呈献CHJ TALENTO珠宝系列； 独家签约“哆啦A梦”，为公司在跨界合作积累经验。

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

4.4、布局“她经济”，构建品牌协同生态圈

消费结构升级及“她经济”共同发力，带来发展享受型消费热潮。目前，我国消费者的消费观念不断更新迭代，消费结构由基本生存型向发展享受型转变。在这种情况下，人们更加注重追求“美丽”、“健康”、“愉悦”，强调自我的外在形象与气质。同时，随着女性经济收入、社会地位、家庭地位的不断提升，她们已经成为新时代消费主力军。“她经济”迅速升温，珠宝、皮具、化妆品、美容保健等能为女性带来美丽及品位提升的时尚消费品类正成为女性消费的热潮重心。

潮宏基搭建品牌协同生态圈。公司布局美丽经济，先后战略投资参股化妆品互联网营销运营商广州拉拉米、高端美容连锁领导品牌“思妍丽”和中国领先的医美互联网社区平台“更美”，不断在对其他时尚相关领域进行研究和探索，积极寻找合适的整合机会，以扩充公司旗下业务组合，打造时尚生活生态圈。

2018年，思妍丽与台湾光泽合作拓展国内医疗美容市场，生、医美双效引流初显成效；拉拉米与京东全球购达成战略合作，助力更多品牌高效益融入中国市场，进一步提升品牌影响力和资源整合能力；更美完成D1轮融资，并在2018中国美业领袖年会上获封最具影响力医美APP。“她经济”的布局在未来有望为公司提供持续的收入增长。

图 48、潮宏基布局“她经济”，搭建品牌协同生态圈



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

5、盈利预测与估值

综合上述分析，我们作出如下假设：

- 自营渠道（包括线上旗舰店与线下自营）：2019/2020/2021 年的自营店数为 570/565/565 家。综合考虑到线上渠道的增长与线下自营渠道的放缓，我们估计 2019/2020/2021 年营收为 28.13/30.95/35.59 亿元，对应增速为 7.50%/10.00%/15.00%；
- 加盟渠道：2019/2020/2021 年新增加盟店数为 150/200/250 家，对应的加盟店总数为 487/687/937 家。因此，我们预估 2019/2020/2021 年营收为 7.21/9.12/11.51 亿元，对应增速为 24.82%/26.51%/26.20%；
- 批发渠道：2019/2020/2021 年营收为 1175.15/1292.67/1486.57 万元，对应增速为 7.50%/10.00%/15.00%；
- 其他业务：2019/2020/2021 年营收为 4537.85/4991.64/5740.39 万元，对应增速为 7.50%/10.00%/15.00%。

因此，我们得到公司 2019/2020/2021 年的总营业收入约为 35.92/40.70/47.83 亿元，对应增速为 10.58%/13.32%/17.51%。

进一步地，我们预测自营渠道 2019/2020/2021 年毛利率为 39.41%/39.82%/39.95%，加盟渠道 2019/2020/2021 年毛利率为 27.14%/26.67%/26.79%，批发渠道 2019/2020/2021 年毛利率为 11%/11%/11%，其他业务 2019/2020/2021 年毛利率为 80%/80%/80%。因此，公司 2019/2020/2021 年毛利率为 37.36%/37.27%/37.17%。

接着，我们假设 2019/2020/2021 年税金及附加费用占比为 1.70%/1.80%/1.90%，销售费用占比为 22.00%/22.00%/22.00%，管理费用占比为 3.00%/2.80%/2.60%，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

研发费用占比为 2.00%/2.00%/2.00%，财务费用占比为 1.93%/2.03%/1.97%。

最后，在投资净收益中，我们根据公司相关公告假设思丽妍 2019/2020/2021 年的投资收益为 3113.14/3594.86/4154.87 万元，其他投资 2019/2020/2021 年的收益增速为 10%/10%/10%。

表 5、公司盈利预测假设

年份		2018	2019E	2020E	2021E
自营	主营业务收入(万元)	261707.98	281336.07	309469.68	355890.13
	同比增长率%	2.22%	7.50%	10.00%	15.00%
	毛利率%	41.18%	39.41%	39.82%	39.95%
加盟	主营业务收入(万元)	57780.10	72122.39	91245.44	115149.24
	同比增长率%	18.89%	24.82%	26.51%	26.20%
	毛利率%	28.32%	27.14%	26.67%	26.79%
批发	主营业务收入(万元)	1093.16	1175.15	1292.67	1486.57
	同比增长率%	-18.97%	7.50%	10.00%	15.00%
	毛利率%	12.65%	11%	11%	11%
其他业务	主营业务收入(万元)	4221.26	4537.85	4991.64	5740.39
	同比增长率%	60.09%	7.50%	10.00%	15.00%
	毛利率%	82.51%	80%	80%	80%
营业费用 /主营业务收入%		60.66%	62.64%	62.73%	62.83%
管理费用 /主营业务收入%		3.13%	3.00%	2.80%	2.60%
财务费用 /主营业务收入%		1.91%	1.93%	2.03%	1.97%
实际税率%		31.83%	16%	16%	16%

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、公司盈利预测结果

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3248	3592	4070	4783
增长率	5.2%	10.6%	13.3%	17.5%
营业利润(百万元)	104	317	376	454
增长率	-68.8%	205.8%	18.3%	20.8%
净利润(百万元)	71	268	317	383
增长率	-75.0%	277.6%	18.2%	20.8%
最新摊薄每股收益(元)	0.08	0.30	0.35	0.42
每股净资产(元)	3.65	4.06	4.38	4.77
动态市盈率(倍)	53.5	14.2	12.0	9.9
市净率 (倍)	1.2	1.0	1.0	0.9

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

投资建议：谷底布局潮宏基，加盟渠道拓展带来直接增长。短期来看，公司将受益于加盟渠道扩展加速带来的高速增长；长期来看，潮宏基将受益于珠宝行业的逐步复苏。预计 2019-2021 年 EPS 为 0.30/0.35/0.42 元，以 2019 年 7 月 18 日收盘价推算 PE 分别为 14/12/10 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：公司门店渠道拓展情况不及预期；黄金价格上涨不及预期；金银珠宝零售额增长速度不及预期。

附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3273	3980	4513	5126
货币资金	499	2849	3285	3895
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	201	216	247	290
其他应收款	55	36	81	48
存货	1881	222	211	213
非流动资产	2191	2089	2061	2051
可供出售金融资产	100	99	100	100
长期股权投资	600	566	576	577
投资性房地产	9	9	10	10
固定资产	232	175	150	124
在建工程	10	5	3	1
油气资产	0	0	0	0
无形资产	140	169	209	268
资产总计	5464	6069	6574	7177
流动负债	1225	1461	1675	1926
短期借款	320	597	598	687
应付票据	0	0	0	0
应付账款	156	167	190	226
其他	749	697	888	1014
非流动负债	899	899	899	899
长期借款	0	0	0	0
其他	899	899	899	899
负债合计	2124	2360	2574	2825
股本	905	905	905	905
资本公积	1424	1424	1424	1424
未分配利润	934	1141	1383	1673
少数股东权益	35	35	35	35
股东权益合计	3340	3709	3999	4350
负债及权益合计	5464	6069	6573	7176

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	71	268	317	383
折旧和摊销	90	80	82	83
资产减值准备	8	-2	2	2
无形资产摊销	70	63	65	66
公允价值变动损失	0	0	1	2
财务费用	62	69	83	94
投资损失	-68	-76	-84	-93
少数股东损益	1	-0	0	0
营运资金的变动	1	-1697	-151	-197
经营活动产生现金流	184	2025	560	667
投资活动产生现金流	44	64	-21	-22
融资活动产生现金流	-135	261	-103	-34
现金净变动	93	2350	436	611
现金的期初余额	423	499	2849	3285
现金的期末余额	516	2849	3285	3895

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3248	3592	4070	4783
营业成本	1970	2250	2553	3005
营业税金及附加	53	61	73	91
销售费用	749	790	875	1014
管理费用	102	180	195	220
财务费用	62	69	83	94
资产减值损失	217	1	1	1
公允价值变动	0	0	1	2
投资收益	68	76	84	93
营业利润	104	317	376	454
营业外收入	2	3	4	4
营业外支出	1	1	1	2
利润总额	105	319	378	456
所得税	34	51	60	73
净利润	72	268	317	383
少数股东损益	1	-0	0	0
归属母公司净利润	71	268	317	383
EPS(元)	0.08	0.30	0.35	0.42

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	5.2%	10.6%	13.3%	17.5%
营业利润增长率	-68.8%	205.8%	18.3%	20.8%
净利润增长率	-75.0%	277.6%	18.2%	20.8%
盈利能力(%)				
毛利率	39.3%	37.4%	37.3%	37.2%
净利率	2.2%	7.5%	7.8%	8.0%
ROE	2.1%	7.3%	8.0%	8.9%
偿债能力(%)				
资产负债率	38.9%	38.9%	39.2%	39.4%
流动比率	2.67	2.72	2.69	2.66
速动比率	1.13	2.57	2.57	2.55
营运能力(次)				
资产周转率	59.8%	62.3%	64.4%	69.6%
应收帐款周转率	16.08	16.40	16.76	16.97
每股资料(元)				
每股收益	0.08	0.30	0.35	0.42
每股经营现金	0.36	2.24	0.62	0.74
每股净资产	3.65	4.06	4.38	4.77
估值比率(倍)				
PE	53.5	14.2	12.0	9.9
PB	1.2	1.0	1.0	0.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn